

2015年8月人民元為替相場下落以降の上海・香港金融市場の新展開

—債務繰り延べと外資導入—

鳥 谷 一 生*

2015年8月の人民元為替相場切り下げは、2009年6月の人民元建貿易取引に始まった人民元「国際化」にも多大な影響を与えた。本研究は、2015年8月の人民元為替相場切り下げが人民元「国際化」と香港金融資本市場に与えた影響、そして同時進行的に展開してきた人民銀行の金融・為替市場安定化策について分析し、2017年以降特に進展してきた上海金融資本市場の対外開放と香港金融資本市場経由の外資導入策について検討していく。中国の景気刺激策と重厚長大の国有企業、不動産投資とこれに群がる投機的資金の動きは、今やGDPの三倍近い負債を累積させ、資金調達先は香港金融資本市場、東アジアのドル建債券市場にまで伸びつつある。人民元「国際化」は中国の対外債務累積に道を開くことになるのだろうか。

キーワード：中国経済、人民元「国際化」、
上海金融市場、香港金融市場、
滬港通、深港通、債券通

I はじめに

II 2015年8月人民元為替相場切り下げと人民元「国際化」への影響

- (1) 人民元為替相場切り下げとCNY・CNH
- (2) 香港金融資本市場の変質
 - i. 激減した人民元建預金
 - ii. 激減した人民元建貿易取引
 - iii. 縮小した点心債市場

* 京都女子大学 現代社会学部

Ⅲ 人民銀行・国家外汇管理局と上海金融資本市場・為替市場

- (1) 為替介入・金融緩和政策・資本規制
 - i. 資本流出と人民元為替相場下落
 - ii. 「最後の貸し手」としての人民銀行と金融緩和政策
 - iii. 信用秩序政策と資本規制
- (2) 金融市場の安定化とデレバレッジ政策の始動
- (3) 債務繰り延べと外資導入
 - i. 「滬港通」・「深港通」・「債券通」の新展開—外資導入の経路—
 - ii. 外資系銀行の対中国貸付とドル建起債の増大

Ⅳ 人民元「国際化」は対外債務大国化への道か—むすびにかえて—

I はじめに

2009年3月中国人民銀行・周総裁の小論‘Reform the International Monetary System (关于改革国际货币体系的思考)’、そして同年6月に発表された人民元建貿易取引に始まる人民元「国際化」策から約8年が経過した。この間中国は、香港金融市場に所在する商業銀行に人民元建貿易取引の決済勘定をおき、同資本市場で人民元建債券いわゆる点心債を発行して、人民元「国際化」を進めてきた。

もっとも、これまでの一連の人民「国際化」策は、一旦国外に流出していった人民元が香港等オフショア市場で投機筋に売り浴びせられることを回避すべく、これをいかにして国内に「還流 (recycling)」させるかという措

置であった。「管理された人民元国際化」ともいわれる所以もここにあるのであって、中国が上海の金融資本市場と為替市場を広く対外開放して人民元建流動性を海外に供給し、人民元の国際取引・決済通貨としての利用を第三国にまで広く認めるという「自由化」では全くなかった。この点、これまで筆者も各所で記してきた通りである。

それにもかかわらずというべきか、2016年10月には人民元はIMF・SDRのバスケット通貨に加わることになったし¹⁾、2017年6月株価指数を開発・算出するMSCIは²⁾、過去四度目の検討にして中国本土上場の人民元建て株式(A株)を同社の新興国株指数に採用すると発表した。

だが、過去数年間の人民元のパフォーマンスは惨憺たるものであった。2015年6月12日、5,166.35ポイントをつけた上海総合株価指数(年初来59.7%高)は、8月26日には2,927.29ポイントへと43.3%の暴落を来した³⁾。この時期、為替市場での人民元売圧力も高まり、8月11日人民銀行は人民元為替相場を前日終値1ドル=6.2097元から2%切り下げた。これを契機に、中国からの資本流出・資本逃避も始まり、人民元為替相場の先高感に期待した外資投機筋の香港為替市場(CNH, Chinese Hong Kong)での人民元売は進み、これに釣られるかのように上海為替市場(CNY, Chinese Yuan)での人民元売が続いた。これに対し人民銀行は約1兆ドル規模の為替市場介入を行い、年末には外貨準備高も3兆ドルを割る寸前にまで減少した。このため2000年代当初

より中国の世界経済戦略として掲げられていた「走出去」—巨額のドル建外貨準備を利用した中国企業の対外進出一策も、2016年後半以降、急ブレーキが掛ったようである。

かくて2009年に始まる人民元「国際化」策も、2017年を前後に一つの壁にぶつかった感否めないところである。実際、後にみる通り、人民元建貿易決済勘定が置かれ香港の点心債市場は、いまや消滅さえも指摘されるに至っている。その一方で注目すべきは、2016年以降、株式市場と為替市場との混乱が落ち着きをみせるにつれ、上海A株市場と銀行間債券市場の対外開放が一段と進んだだけでなく、2014年11月「滬港通」、2016年12月「深港通」、2017年7月「債券通」が相次いで開設され、香港経由で海外マネーの導入が図られたことである。そして2017年後半ともなると、香港でのドル建債発行が激増し、外資系銀行の大陸向け貸付までも増大している。このようにみると、人民元「国際化」と香港金融資本市場の位置づけは、ここにきて大きく変質してきたのではないか。

そこで本稿は、2015年8月の人民元為替相場切り下げが香港金融資本市場に与えた影響、そして同時進行的に展開してきた人民銀行の金融・為替市場安定化策について分析し、2017年以降特に進展してきた上海金融資本市場の対外開放と香港金融資本市場経由の外資導入策について検討していくことにしたい。

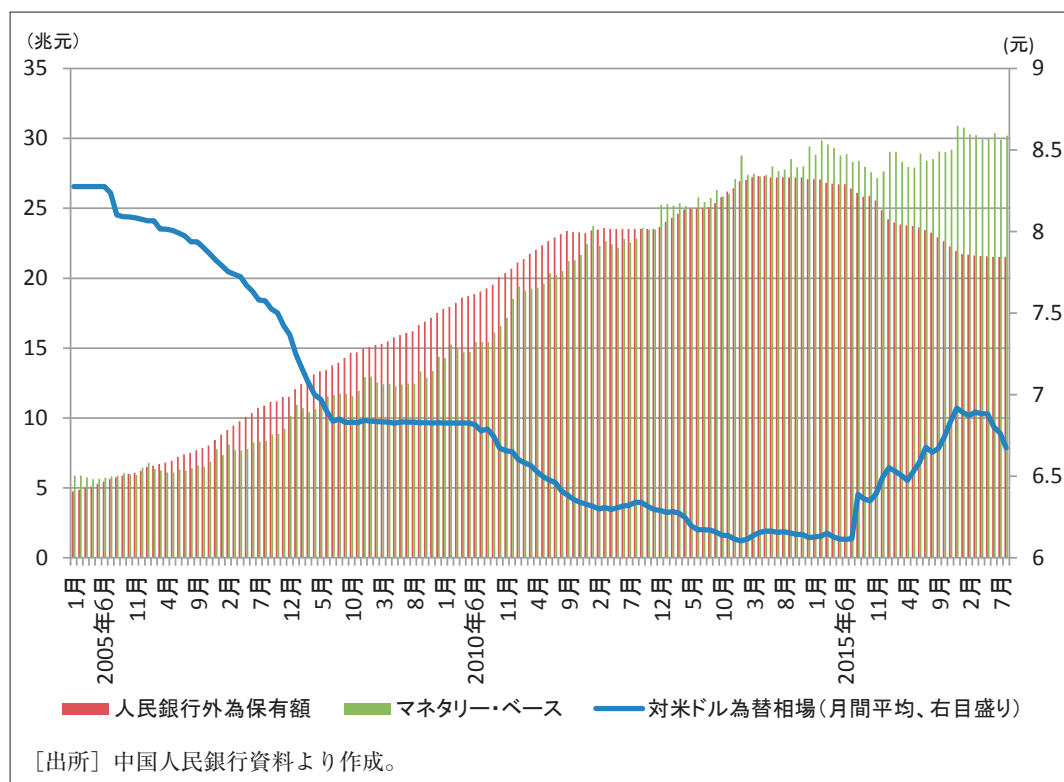
Ⅱ 2015年8月人民元為替相場切り下げと人民元「国際化」への影響

(1) 人民元為替相場切り下げと CNY・CNH

2015年8月11日、中国人民銀行は対米ドル・人民元為替レートの基準値を対前日比1.9%引き下げ6.2298元とし⁴⁾、翌12日も続けて1.6%引き下げた。第1図の通り、これを契機に人民元為替相場は連日下落を続け、年明けの2016年1月7日には6.5646元へと5.3%下落した。その後も人民元為替レートの基準値は引き下げられ、2016年を通して人民元為替相場は続落、2017年3月頃には遂に一つの目安となる7元を割り込む懸念さえでてきた。そうした人民元為替相場の下落に落ち着きがみられるようになったのは、2017年夏場以降であり、8月後半ともなると1米ドル=6.5元の水準に回復してきた。

ところで、こうした人民元為替相場下落の背景にあるのが、中国の株式バブル崩壊と不動産バブルによる金融システム全体に対する不安である。だが、話を為替相場に限れば、その下落には次の三つのルートがあるといえよう。

第一は、上海CNY為替市場での人民元売・ドル買である。周知の通り、中国の外貨取引は人民銀行が運営する中国外貨取引センター（CFETS; China Foreign Exchange Trade System）に集中されて決済されている。もっとも、中国の貿易収支は一貫して黒字である以上、大規模な人民元売には特別なルートがあると考えなければならない。例えば、水増しされた輸入取引、「走去出」政策の看板を



第1図 人民銀行の外為保有額とマネタリー・ベース、人民元の対ドル為替相場

利用した国有企業或いは民間企業の海外進出、香港等への海外旅行者の外貨持ち出し等である。だが、実はこれら以外にも次のような手法が指摘されてきた。すなわち、海外旅行客が銀聯カード等クレジット・カードを使って貯蓄性の外貨建保険を購入して外貨建金融資産を形成する、旅行先で海外有名ブランド時計・貴金属等をクレジット・カードでの購入し、購入商品を直ぐに地元質屋に持ち込んで外貨に交換すれば、外貨建金融資産を形成できる一方で、支払いは後日クレジット・カード会社経由で外貨建の支払い請求書が回る、或いはマカオにてクレジット・カードでギャ

ンブル用のチップを購入して、チップを外貨に換金する等である⁵⁾。正に「上に政策あれば下に対策あり」の世界であり、ありとあらゆる手段を使つての資本逃避・資金流出方法がこの間編み出されてきた。こうした取引も、後日上海 CNY 為替市場に人民売・米ドル買となって出て来ることになる。

第二に、香港為替市場での人民元売・米ドル買である。2009年6月に発表された人民元建貿易取引であったが、それが実際にも動き出すのは翌2010年7月人民銀行と香港金融管理局 (HKMA; Hong Kong Monetary Authority) との間で、人民元建貿易取引の決済勘定を香

港所在の商業銀行に置くにあたって、これら商業銀行と大陸内銀行決済システムとを結ぶ機関として中国銀行（香港）を香港内の決済銀行とした。これを契機に、香港には人民元建金融市場と人民元・米ドルのCNH為替市場が発足し、非居住者も香港所在商業銀行を通じ、CNH為替市場に参加できるようになった。もっとも、狭い範囲ではあれ変動する人民元相場の為替リスクを回避するには、当初は1990年代より存在するドル建差金決済の先物市場 NDF（Non-deliverable Forward）だけしかなかった。だが、2012年9月香港取引所（HKEX; Hong Kong Exchange）で人民元先物為替取引が開始、2013年6月には香港銀行協会に銀行間人民元指標金利 CNH Hibor が登場して、現物引き渡しの人民元・米ドル先渡市場も本格化した。こうして、上記第2図aに示される通り、当初人民元為替相場の先高感から人民元は一本調子で上昇を続けてきたが、折からの金融システム不安と2015年8月の人民銀行による人民元為替相場の基準値引き下げを契機に、人民元は売られ、そこに世界の投機マネーの人民元カラ売りも加わって、CNH 人民元為替相場は上海 CNY 為替市場よりも先んじて下落してきた。これに対し人民銀行は、為替市場介入のための直接の手段を有しないことから、香港所在の四大商業銀行現地支店、ひいては大陸に本店を有する株式制商業銀行の現地支店まで動員して、人民元を買い支えるための為替市場介入を実施した⁶⁾。

(2) 香港金融資本市場の変質

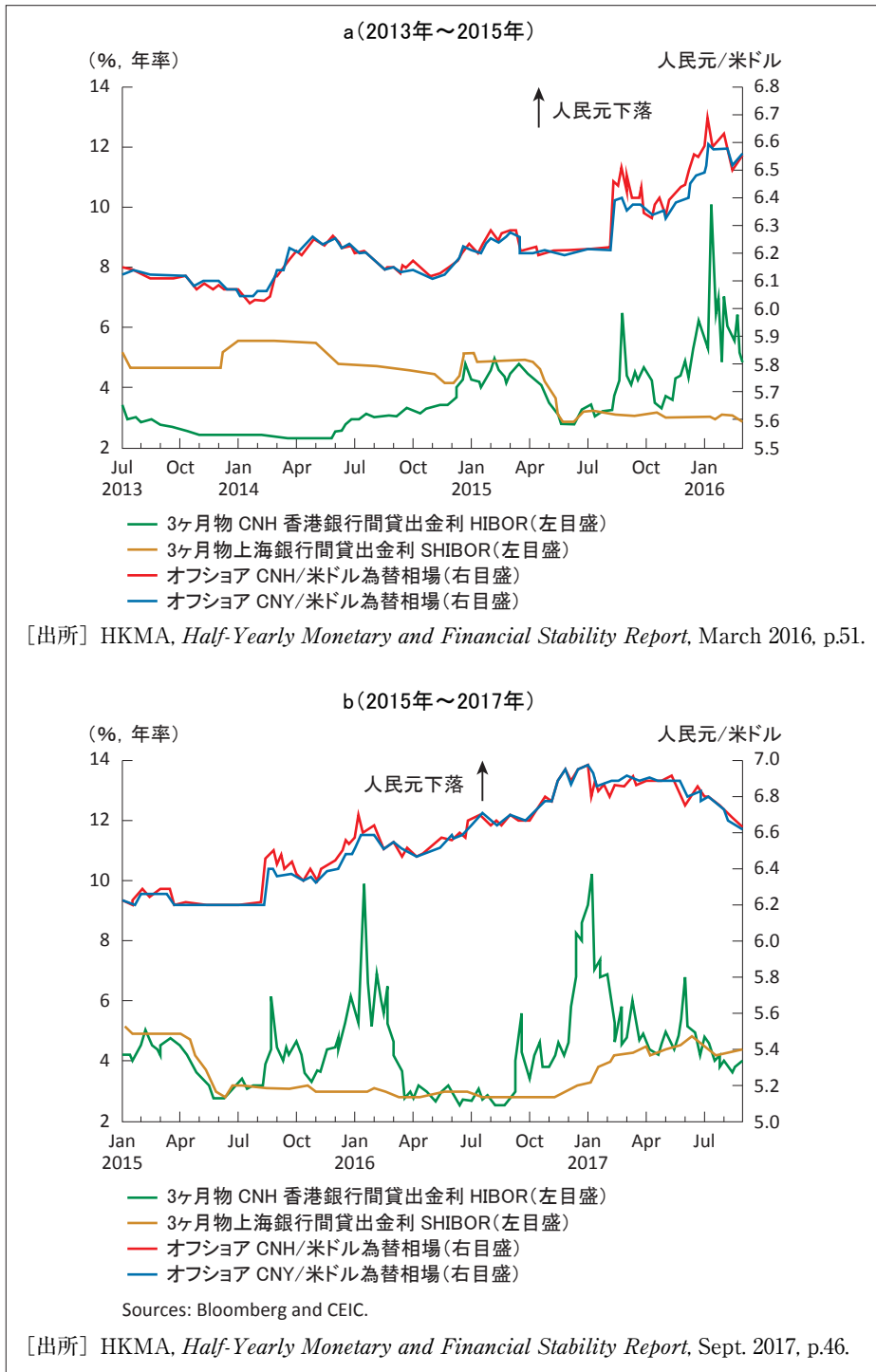
さて、上記の通り、人民元為替相場の大変動は人民元「国際化」の‘実験場’ともいうべき香港金融資本市場にも大きな影響を与えた。順にみていこう。

i. 激減した人民元建預金

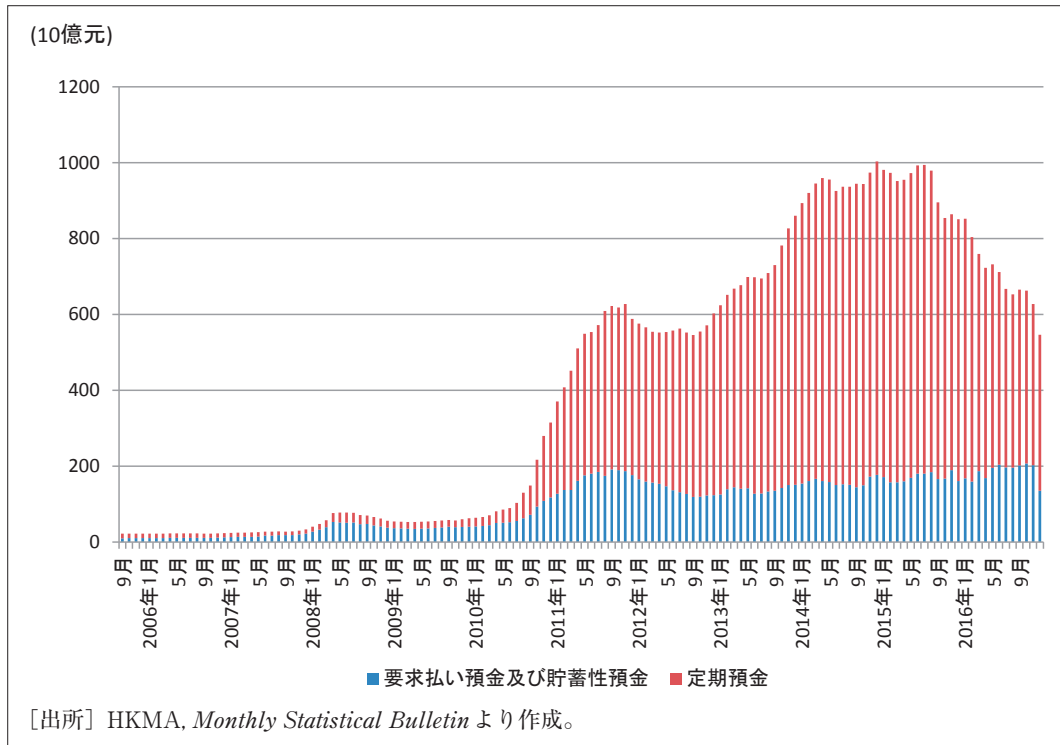
第3図に記されている通り、人民元為替相場が大きく下落したことから、2014年12月に「要求払い預金+貯蓄性預金」と「定期預金」とを合わせて1兆35億元にまで達した人民元建預金は、一年後の2015年末には8511億元へと減少し、2017年3月には5072億元にまで減少した。これは2011年3月～4月の水準であり、人民元為替相場が上昇に転じた7月時点でも依然5347億元程度に過ぎず、香港所在商業銀行の人民元建預金がいかに投機的性質のものであるかが窺えよう。

ii. 激減した人民元建貿易取引

世界の投機マネーが香港 CNH 市場で人民元買・ドル売によって人民元建預金を形成するには、人民元建流動性が供給されねばならない。供給ソースは二つである。一つは人民元建貿易取引によって、決済勘定が置かれた香港所在商業銀行に人民元建預金が形成されることである。もう一つは、人民銀行と HKMA とが協定締結しているスワップ枠である。二つの供給ソースにおいて、大陸側と香港側の決済システムを結ぶのが中国銀行（香港）であり、後者については、2009年1月に設定された2000億元のスワップ枠が2014年11月には4000元に引き上げられたものの、人民元建流動性の供給は設定されたスワップ



第2図 CNHとCNY、HiiborとShiboの推移



枠内に限定されているため、香港所在商業銀行において人民元建預金が増大するには、人民元建貿易取引が順調に増えていくしかない。

しかし、人民元建為替相場の下落は、人民元建貿易取引を取り組む大陸側企業のインセンティブを大きく殺ぐものであった。なぜなら、人民元建輸出を行った企業にとって、人民元為替相場の下落は、香港所在商業銀行に形成した人民元建預金を米ドル等外貨に交換してグローバルに運用しようとした場合に交換レートが割を食うことになるからである。特に、人民元為替相場が上海 CNY 為替市場以上に香港 CNH 為替市場において先行的に下落するとなれば、人民元建輸出の妙味は大

大きく減じることになる。人民元建輸入を行う企業においても、実のところ世界の貿易取引のほとんどは米ドル建であるところから、実際の輸入取引は、例えば自社が別会社として香港に法人登録した企業が行い、人民元建輸入取引はこの別会社法人との間で行うという商行為がみられた。そのため、人民元為替相場が下落するとなれば、その上昇局面にあった際には得られた妙味が失われる、いや逆転してマイナス効果が出現することにさえなった。なぜなら、人民元建輸入取引を行う企業が、人民元建インボイスを取引先の大陸内商業銀行に持ち込み、銀行間振替を通じ中国銀行（香港）経由で香港所在商業銀行の所定の

人民元建決済勘定に送金しても、日々刻々と人民元建為替相場が下落するとなれば、当日の直物相場で人民元を米ドルに換えても、必要となるドル建決済資金高にまで達しないことになるからである⁷⁾。

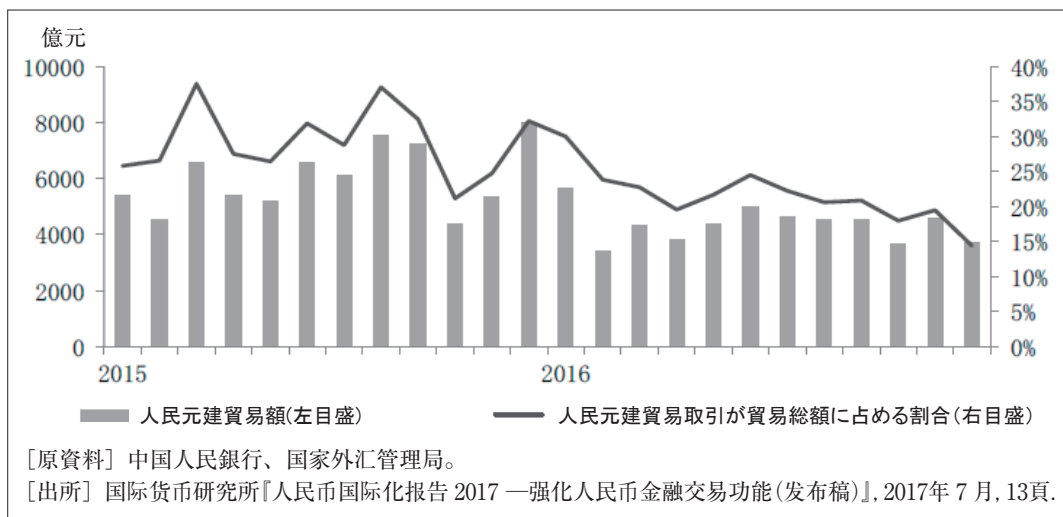
こうした理由を背景に、第4図の通り、2015年8月以降の人民元建貿易取引は大幅に減少することになったのである。

iii. 縮小した点心債市場

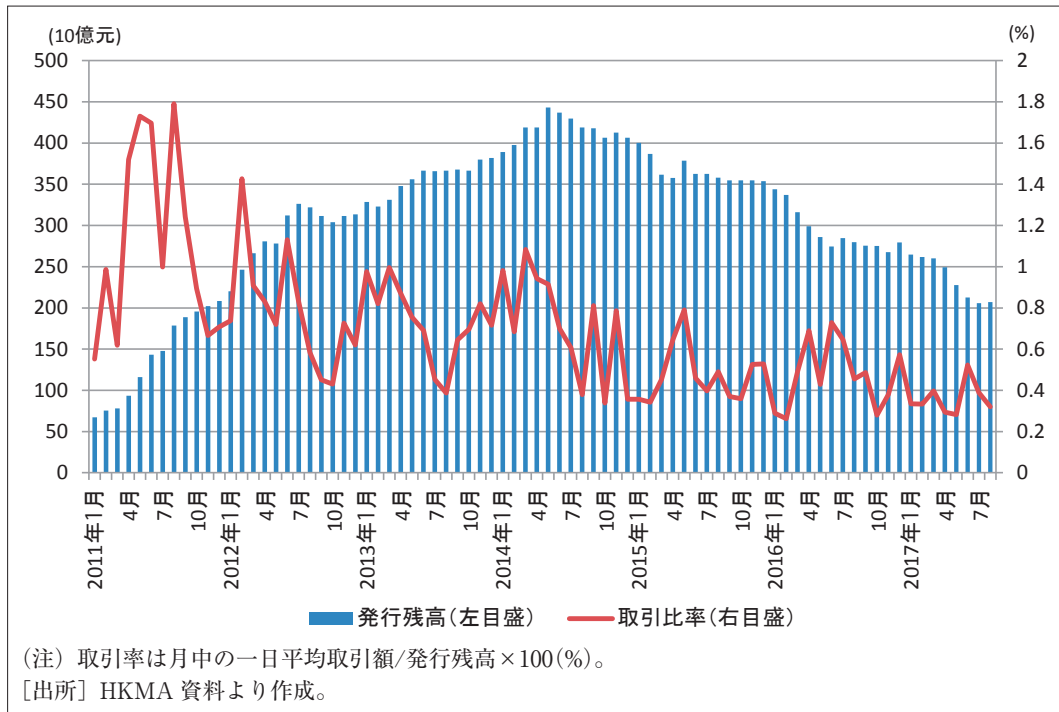
先渡現物取引も行われている人民元/米ドルの自由為替市場において、人民元為替相場が下落するとなれば、銀行間短期指標金利 CNH Hibor は上昇することになる。前掲第2図aの通り、当初人民元為替相場の先高観が蔓延していた2013年～2014年、香港 CNH Hibor は上海銀行間短期指標金利 Shibor よりも低い水準にあった。正にこの時期に点心債の発行は続き、第5図の通り、発行残高がピークを迎えたのは2014年8月4296億元であった。

だが、人民元為替相場切り下げが実施された2015年夏場を境に、CNH が CNY に対し先行的に下落を開始するや、Hibor は Shibor に比し急激に上昇と乱高下を繰り返すようになった。金利の上昇と乱高下は2016年においても続き、特に同年末ともなれば、年率換算で10%を超える高金利となった。こうした金利の急騰と乱高下は当然ながら新規債券発行と流通市場の順調な発展に対しマイナスの影響を与えることになる。実際、第5図の通り、2015年以降、点心債の発行残高は減少し、2017年8月2070億元とピーク時から半減している。また月中一日の平均取引額を当該月の発行残高で割った比率をみれば、2014年3月の1.13から2017年8月の0.32となっており、流通市場での取引額も大きく萎んだことを窺うことができよう。

以上、香港所在商業銀行の人民元建預金残高、人民元建貿易取引、そして点心債発行残



第4図 人民元建貿易取引の推移とその比率



第5図 点心債発行残高と取引動向 (HKMA 中央清算レベル)

高についてみてきた。人民元「国際化」策の三本柱ともいうべきこれらの推移からいえることは、香港の人民元建金融資本取引及び為替相場は、ひとえに上海金融資本市場及び為替市場の金利・為替動向に左右されるということである。上海・オンショア市場に対し、香港がオフショア市場といわれる所以もここにあらうか。ポイントは上海の金融市場金利と為替相場にある⁸⁾。

そこで章を改めて、上海金融資本市場に焦点を当て、人民銀行の金融政策及び中国の為替管理政策がオフショアの香港資本市場・為替市場といかなる関係にあるか分析・検討しよう。

Ⅲ 人民銀行・国家外汇管理局と上海金融資本市場・為替市場

(1) 為替介入・金融緩和政策・資本規制

上記の通り、2015年8月の人民元為替相場切り下げは、巨額の資金流出を引き起こすと共に、香港 CNH 為替相場の先行的下落と Hibor 上昇を惹起した。こうした CNH と Hibor の推移が続く中、相対的にはあるが、上海 CNY 為替相場の上昇と Sibor の安定化がみられた。しかし、それは自動的に実現された訳ではなかった。2015年夏場以降の危機的事態が2017年後半に小康を得るにあたっては、次にみる通り、為替市場の介入・金融緩和そして資本規制という一連の措置が次々と講じられねばならなかったのである。順にみ

ていこう。

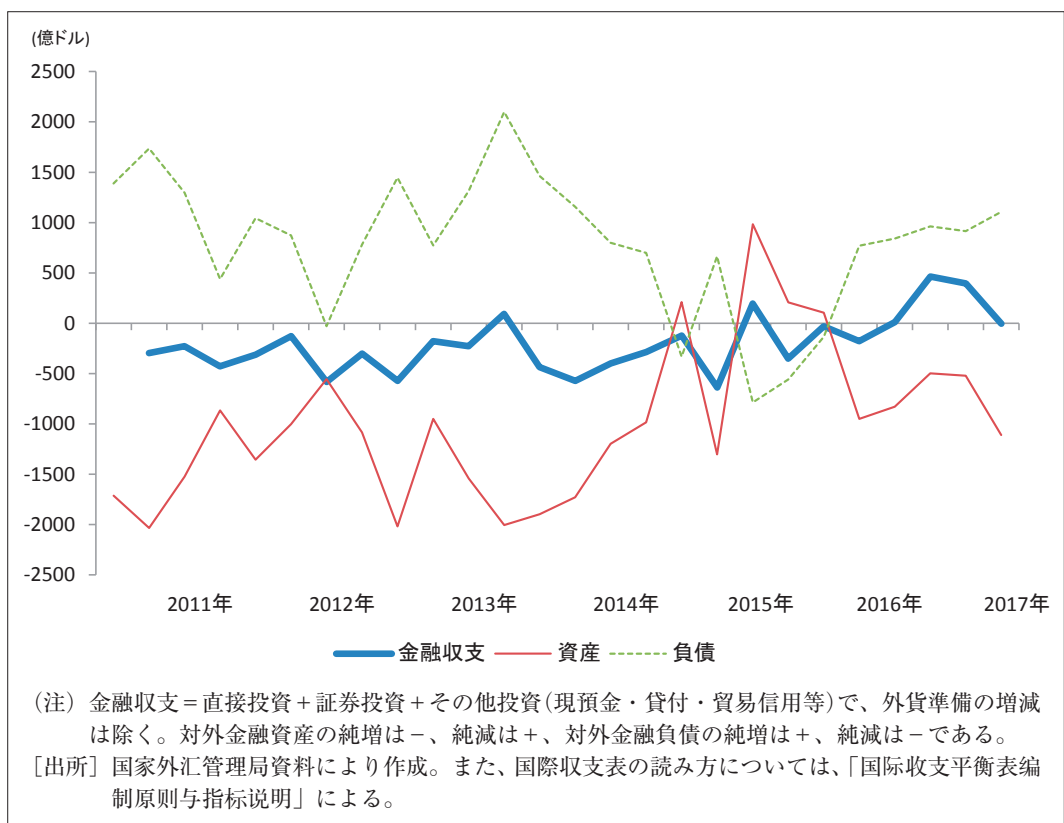
i. 資本流出と人民元為替相場の下落

第6図は、国際収支上の金融収支（直接投資＋証券投資＋その他投資、外貨準備は除く）である。同図の通り、中国の金融収支は2013年夏場ピークに達した。この時期を境に、負債側プラスが示す対外負債増大による資金流入は減少に転じ、2015年第I四半期早々にマイナス負債を示すに至った。これが意味することは、既存の対外負債が返済されて資金流出に転じたことに他ならず、この傾向は2016年第I四半期まで続いた。正にこの時期は、

人民元為替相場が切り下げられ、その後続落したことから、米ドル建等外貨建借入の期限前返済が続いた時期であった。資産側のマイナスは対外投資増を示すが、これもまた2015年第I四半期にはプラス、すなわち既存の在外資産が処分されての対外投資引き上げに転じ、この傾向は負債と同じく2016年第I期まで続いた。

ii. 「最後の貸し手」としての人民銀行と金融緩和政策

2015年8月の人民元為替相場切り下げは、当然ながら輸出促進効果を有する。特に内陸



第6図 中国の金融収支（2011年－2017年）

部の余剰労働力が次第に枯渇しつつある状況にあって、この間賃金引上げ圧力が高まり、政府自ら賃金引上げを容認してきた。また2008年リーマン・ショックを契機に、欧米向輸出が頓挫したことから、景気回復策として鉄道・道路・港湾等の産業インフラ、都市化のための住宅投資等社会資本インフラ整備を行ってきた。これら景気政策を担い且つ恩恵を受けてきたのが中央政府直轄の国有企業、いわゆる「央企」であるし、地方政府の国有企業である。また、地方政府の別働隊ともいふべき「地方融資平台（Local Government Financing Vehicle, LGFV）」が、地上げから住宅マンション建設とその売却まで手掛けてきたことは今や夙に有名である。問題は、これら事業体の資金調達である。「央企」であれば、四大国有商業銀行からの融資も期待できるし、上海A株市場での株式新規発行もできよう。

だが、2015年8月の人民元為替相場切り下げ前の6月、上海株式市場の株価は大暴落に見舞われていたことに留意せねばならない。そのため、この間「央企」等の国有企業はもとより、地方政府が背後にあって強力なサポートを受けている国有企業や上記LGFVにおいても、その主たる資金調達手段を債券発行等による資金調達にシフトさせてきたし、更には私募形式での出資或いは借入による資金調達に大きく依存してきたのである。そしてこうした資金調達を支えたのが、理財商品や信託貸付、銀行経由での企業間貸付である委託貸付といった中国版シャドウ・バンキングであるし⁹⁾、最近ではP2Pでの地下金融が

‘ネズミ講’の如く蔓延するに至った。「民間企業、国有企業、地方政府が三大負債源」といわれる所以もここにある¹⁰⁾。

しかし、中国北車と中国南社の合併、国有石炭鉱山企業の相次ぐ破綻、国有製鉄企業の高炉閉鎖等々、重厚長大産業のリストラに象徴される通り、産業インフラ・住宅バブルが行き詰まるにつれ、銀行融資の借り換えや償還日が到来した債券の借り換えによって、中国の金融経済に巨額の負債が積み上がるようになった。

かくて累増する負債となって表れる資金ニーズに応えるべく、この間人民銀行は金利の低位安定化に努めるべく巨額の流動性を供給してきた。実際、前掲第1図にみられる通り、2012年8月の人民銀行外為保有額は23兆5276億元、マネタリー・ベース22兆8487億元であったが、これ以降、マネタリー・ベースは外為保有額を大きく凌駕するようになり、2017年8月の外為保有額21兆5098億元、マネタリー・ベース30兆1892億元となった。つまり、今日中国はかつての「米ドル為替本位制」の状態を脱し、独自の金融政策をもってマネタリー・ベースをコントロールし金利を調節せねばならない環境におかれることになった。

ところで、マネタリー・ベースが人民銀行外為保有額を上回るようになり、その差額をほぼ埋めるのが「対その他預金銀行債権」であり、2012年8月1兆4666億元であったのが、2017年8月8兆6175億元へと6倍以上に膨張している。問題は、中央銀行信用たるマネタリー・ベースが供給される場合の担保は一体

何かということである。

過去数年間、人民銀行は従前の規制金利体制を改革し市場調整型の自由金利体系への移行に向けて、その金利調節手段を整備させてきた。すなわち人民銀行は、商業銀行への担保付再貸出しである既存の「担保補充貸出(PSL; Pledged Supplementary Lending)」—中長期の貸出で、最終的にはインフラ建設等に融資されるといわれている—に加え、2013年1月に金融市場の一時的な変動に備える公開市場短期流動性調節ツール(SLO; Short-term Liquidity Operation)—主に7日以内の無担保レポ取引で、取引対象機関は金融政策の伝達能力の強い四大国有商業銀行及び国家政策開発銀行とその他主要12行—を導入した。更に、2014年9月に新たな金融調節手段、「中期貸出ファシリティー(MLF; Medium-term Lending Facility)」を設定—国債・中央銀行手形・政策性金融債・優良な債券等を適格担保とし、期間は3ヶ月、当初金利は3.5%—する一方で、同月には地方政府の起債を認め、2015年5月商業銀行が地方債を人民銀行からの借入担保としての利用を認めた。そして2017年2月に公表された人民銀行の『貨幣政策執行報告2016年度第四季度』において、より自由市場金利に対応した金融調節を行うとした¹¹⁾。

その経過について人民銀行のB/Sをみると、2015年12月2兆6626億元であった人民銀行の「対その他預金銀行債権」残高は、年明けの2016年1月には5兆2000億元、9月6兆1905億元となった。つまり人民銀行は、この時期正に「最後の貸し手」として金融市場に

巨額の流動性を供給し始めたのである。ちなみに、2017年1月の「対その他預金銀行債権」残高9兆1346億元、9月8兆9148億元であった。したがって、今日中国のマネタリー・ベース約30兆元の内、その凡そ1/3が独占的発券銀行としての中央銀行信用及び国内の信用証券を担保にした中央銀行信用に拠ることになる。

こうして人民銀行は、中国政府国債はもとより、「央企」や地方政府が背後に控える国有企業の発行する債券や手形、そして地方政府の発行する地方債—調達された資金は資金繰りに窮した「地方融資平台」へ再融資もされよう—等を担保にマネタリー・ベースの拡大に乗り出したのである。そうであればこそ、人民銀行は公開市場で7日物のリバース・レポ取引(売り戻し条件付き債券購入、逆回购)を多用しつつ、流動性供給に努めてきた。これら一連の拡張的金融政策を受けて、前掲第2図bに示される通り、上海短期金融市場金利は2015年~2016年の間、凡そ3.5%水準で安定的に推移してきたのである¹²⁾。

iii. 信用秩序政策と資本規制

もっとも、上記の通り、巨額のマネタリー・ベースの供給は、最早「僵尸企業(ゾンビ企業)」ともいえる一部国有企業や不動産バブルに踊った「地方融資平台」の資金繰りに回るだけでなく、上海CNY為替市場での人民元売の実弾となる可能性もある。そうであればこそ、中国政府は「新常态」の名の下、過剰生産能力を抱えた石炭・鉄鋼等重厚長大産業のリストラ、不動産バブル退治に乗り出し

たし、その一方で人民元為替相場の急落と巨額の資本流出に直面した人民銀行は、人民元「国際化」の要件ともいえるべき資本取引「自由化」に反する資本取引規制の強化に着手したのである¹³⁾。

こうして人民銀行は、人民元買・米ドル売の巨額の為替市場介入を実施する一方で、介入が国内金融市場の引き締めとなって金利が上昇し、株価・不動産等の資産価格崩落がシステミック・リスクに転じることを回避すべく、「最後の貸し手」として巨額の流動性供給を行ってきたのである。要するに、「国際金融のトリレンマ」—為替相場の安定性・独立した金融政策・自由な資本移動の三つは同時に成立しえないという‘Impossible Trinity’命題—に則していえば、中国は為替相場の安定性と独立した金融政策を堅持すべく、資本移動規制を強化したことになる。

(2) 金融市場の安定化とデレバレッジ政策の始動

さて、上記の通り、外貨準備を使った為替市場介入、流動性供給による金融市場の安定化、そして資本規制という三つの方策をもって、為替大暴落とシステミック・リスクを辛うじて回避できた中国の金融経済ではあった。しかし、2016年末ともなると、不動産投機の復活、「僵尸企業」の延命等々のための資金需要が市場外で広がり、その資金繰りの圧力が四大国有商業銀行をはじめとして金融システムにも影響を及ぼす気配がみられるようになった¹⁴⁾。

こうした状況をみた人民銀行は、2017年3月以降今度は公開市場でレポ（買い戻し条件付き債券売却、回购）取引を多用して、或いはリバース・レポ取引を中断しつつ資金吸収の姿勢に転じた。その結果、前掲第2図bの通り、8月以降市場金利は徐々に上昇し、11月には遂に4%水準にまで達した。その間時に市場金利は短期金利が長期金利を上回る「逆イールド」状態を陥り、その度ごとに人民銀行は改めて流動性供給に転じざるを得ないなど、極めて難しい調節が続いている¹⁵⁾。

こうして、上海のマーケット金利が上昇傾向にあるところから、海外資金流出・資本逃避にも歯止めもかかり、逆に世界的低金利下、外資流入国有企業等はその資金調達先を2017年秋以降改めて海外米ドル建債券に求めることになったが、この点については、後に立ち返ることとする。

(3) 債務繰り延べと外資導入

i. 「滬港通」・「深港通」・「債券通」の新展開—外資導入の経路—

ところで、過去15年に中国の資本市場の対外開放は随分と進展したように考えられる。簡単に振り返ってみれば、次の通りであった。

2001年12月 WTO に加盟した中国は、加盟条件であった資本取引「自由化」に向けた歩みを始め、その第一弾として2002年12月の「適格外国機関投資家 (QFII: Qualified Foreign Institutional Investors)」¹⁶⁾、2006年4月の「適格国内機関投資家 (QDII: Qualified Domestic Institutional Investors)」¹⁷⁾の制度を導入した。

そして2010年8月、いわゆる「三類機構」が設定され、香港金融市場で人民元建預金勘定を開く海外中央銀行、人民元建預金を受け入れる香港及びマカオの商業銀行、クロスボーダーの人民元建決済に参加する海外の商業銀行に上海・銀行間債券市場への参加が認められた。そして2011年12月には香港経由の「人民元建適格海外機関投資家（RQFII: Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors）」¹⁸⁾が制度導入された¹⁹⁾。QFIIは米ドル建、RQFIIは人民元建であるが、共に各国毎に認可された金融機関には投資枠が設定され、非居住者にとっては中国の株式市場と銀行間債券市場への投資に道を開くものとなった。特にRQFIIについては、香港等オフショア市場で積み上がる人民元の運用市場として機能し、中国側からは海外に一旦出て行った人民元を秩序立って「還流」させるルートということになる。そして2014年11月には上海証券取引所と香港証券取引所を連結し、A株やH株等の上場株式の相互取引を可能とする「滬港通（Shanghai-Hong Kong Connect）」—当初「直通列車（Through Train）」とも称されてきた—が開設した。

もっとも、人民元「国際化」を推進するこうした資本取引「自由化」の措置も、この間右肩上がりで順調に進んだ訳ではなかった。なぜなら、2015年8月の人民元為替相場切り下げを契機とした為替相場の大幅下落に直面したからであり、これに対し中国は、為替市場の介入・金融緩和そして資本規制という一連の措置を講じたこと等、この間の経過につ

いては、上に記した通りである。したがって、人民元為替相場と上海金融資本市場の安定化は、中国にとっては背水の陣で臨むべき事態であったといつてよい。なぜなら、2015年6月に株価が崩落し、不動産バブルの行方に黄色信号が点るにつれて、資金繰りに窮する「地方融資平台」、地方政府、地場不動産会社、地方国有企業等ありとあらゆる企業が、償還期日の来た債券を借り換え或いは新規発行で資金繰りを付けてきたからである。

こうした理由があるからこそ、人民元為替相場と上海金融資本市場が大混乱に見舞われる最中にあっても、海外金融機関の銀行間債券市場への参入を次々と認めて行ったのである。具体的には、2015年7月海外の中央銀行・通貨当局、国際金融機関、政府系投資ファンドであるソブリン・ウエルス・ファンドについて、人民銀行への届出を条件に銀行間債券市場への投資を承認した。そして2015年12月、人民元売買に従事する海外銀行—香港に現地法人を設立する中国銀行、中国工商銀行等の四大国有商業銀行、北京銀行、招商銀行等の株式制商業銀行も含まれる—の上海の中国外貨取引センター（CFETS）への参入を認めた上で²⁰⁾、2016年2月海外の銀行・金融機関・投資ファンド等に投資上限額を設定しない形で、銀行間債券市場への投資を承認した²¹⁾。

こうして、既に記した通り、2016年以降人民銀行の巨額の流動性供給によって金融市場が徐々に落ち着きを取り戻す中、銀行間債券市場も対外開放されて、外資流入も次第に増加して行った。特に2017年夏場以降、海外の

銀行・金融機関からの資金流入が激増しており、中央国債登記結算会社と上海清算所²³⁾とを合わせた数字として、同年9月単月で人民元建債券961億元の増加をみた。内訳は、利付債402億元（国債284億元、政策金融債118億元）、譲渡性預金（同業存単）501億元などであった。いずれも史上最高の増大であるが、債券市場全体に占める海外の銀行・金融機関の割合は依然1.62%である²³⁾。

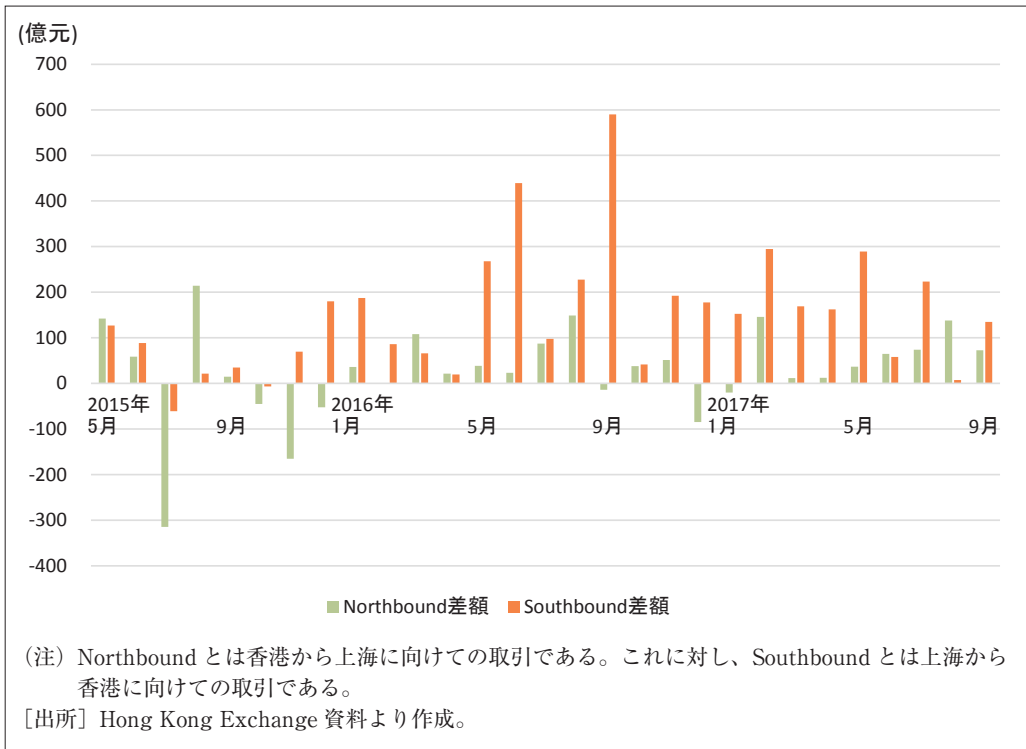
また株式取引においても、先の「滬港通」に加えて、2016年9月「深港通（Shenzhen-Hong Kong Connect）」が開始した。「滬港通」と「深港通」、いずれも日々の取引に限度額が設定されているものの、香港のH株市場とレッド・チップそして上海A株市場と深圳A株市場との間で株式取引の相互乗り入れを目指すものであった。これを受けて、冒頭記したように、MSCIは上海A株市場を新興市場株式指数に参入するようになった。

ところで上記の通り、2016年末には人民元為替相場と上海金融資本市場も小康を得て、上海Sibor金利も安定化するに至った。その結果、上海Shibor金利と比し、香港Hibor金利が割高となるというこれまでの金利関係が逆転することになって、上海での債券の起債が増加する一方で、点心債発行の先細りになって行ったことは、既にⅡ(2)で記した通りである。だが、上海Siborの安定化の影響は実は点心債に留まることはなかった。

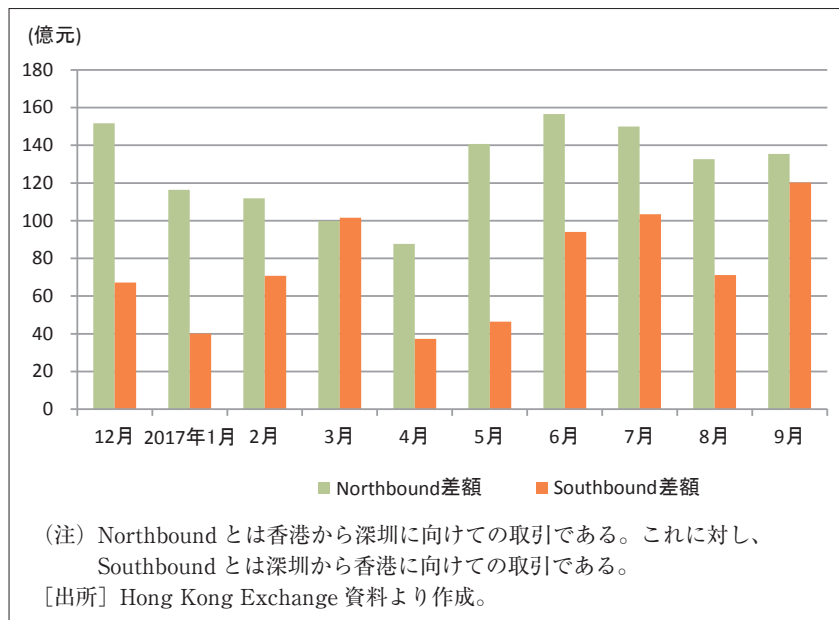
第7図は香港交易所（Hong Kong Exchange）の公表している「滬港通」を示したものである。香港から上海に向けた株式投資を示す

「滬股通（Northbound）」は、折からの金融市場の混乱を受けて、2015年中を通し、売が買を上回る資金流出、つまり上海から香港への資金引き上げが目立った。反対に、上海から香港に向けた株式投資を示す「港股通（Southbound）」は、2015年中は盛り上がりを見せたものとなり、一時期「幽霊列車」とも揶揄された。こうした傾向に一つの転換が現れたのが2016年である。「滬股通」と「港股通」共に買が売を上回る純資金流入となった。上海A株市場の株価が指数3000を若干上回る水準で安定化したところで、徐々に外資ファンが戻り始めてきた。また「深港通」を示す第8図においても、香港から深圳に向けた株式投資を示す「深股通（Northbound）」が深圳から香港に向けた株式投資を示す「港股通（Southbound）」を上回っており、ここにも人民元為替相場と上海金融資本市場の混乱が差し当たり収拾されたことの効果が表れているといえよう。

こうして2015年8月の人民元為替相場切り下げを契機とする上海・香港金融資本・為替市場の混乱は一応の小康を得、これを背景に、2017年7月には「債券通（China-Hong Kong Bond Connect）」²⁴⁾により銀行間債券市場の一段の対外開放も進むことになった。これに成功すれば、香港等オフショア市場に進出した四大国有商業銀行等経由で米ドル等外貨を買い上げて、手薄となった政府部門全体での外貨を再び積み上げることもできよう²⁵⁾。



第7図 沪港通



第8図 深港通

ii. 外資系銀行の対中国貸付とドル建起債の増大

中国への外資流入で最後に注目すべきは、海外銀行の対中国貸付である。BISによれば、2017年以降、報告銀行から新興経済諸国への貸付が減少する中で、対中国貸付が増大している。BISによれば、「2017年第Ⅱ四半期に報告銀行の対先進諸国向けクロスボーダー貸付は1780億ドル減少する一方で、新興経済諸国向けは690億ドル増加した。これは主に対中国貸付780億ドル増によるものであり、その他ほとんどの新興経済諸国向けクロスボーダー貸付は減少した。最大の減少は台湾の借り手向け（-160億ドル）であり、次にブラジル向け（-130億ドル）、ポーランド向け（-90億ドル）であった。」²⁶⁾

この点は *Financial Times* も特に指摘するところであり、2017年6月末残高として HSBC が約1兆5000億香港ドル超、東亜銀行（Bank of East Asia）約3000億香港ドル、以降順にスタンダード・チャータード銀行、DBS、OCBC となっている。海外に設立した大陸系銀行の現地法人からの貸付としては、中国銀行が約1兆2500億香港ドル、中国建設銀行8000億香港ドル強、中国工商銀行6000億香港ドル強、中国農業銀行約5000億香港ドル、国家開発銀行4000億香港ドル銀行、以降順に招商銀行、CITIC 国際銀行、上海浦東開発銀行、民生銀行となっている²⁷⁾。

しかも、既に記した通り、2017年第Ⅱ四半期以降、人民銀行が流動性供給の金融調節を絞り気味にしたことから、上海 Shibor 金

利も上昇に転じ、11月初めには遂に4%台を突破した²⁸⁾。そこで金利上昇を回避すべく、2017年後半以降中国企業によるオフショア市場でのドル建起債が激増している²⁹⁾。その露払い役として、10月末中国政府は10年ぶりに総額20億ドルの5年物と10年物の国債発行を香港証券取引所で行い³⁰⁾、11月ともなると国家開発委員会のお墨付きを得て、大陸の不動産開発業者によるドル建起債も動き出し、起債総額は今後2兆ドルに達するものと予想されている³¹⁾。

Ⅳ 人民元「国際化」は対外債務大国化への道か—むすびにかえて—

以上、2015年6月の上海株式市場の大暴落そして8月の人民元為替相場切り下げを契機とした為替相場下落が、香港を軸とした人民元「国際化」と上海金融資本・為替市場に与えた影響について分析してきた。人民元為替相場の下落は人民元「国際化」に急ブレーキをかける一方で、上海株式市場の暴落とその後の資本流出に見舞われた中国の金融経済システムは、「最後の貸し手」としての人民銀行の巨額の流動性供給によって辛うじて小康を得た。そして2016年後半以降、中国の株式・債券市場は安定化し、2017年半ば以降、人民元為替相場も上昇反転したことで「滬股通」・「深港通」経由で外資も還流している。また前節で記した通り、この間中国は海外の中央銀行・商業銀行・年金基金等の機関投資家に株式市場及び銀行間債券市場への投資に門戸開放を行ってきた。

確かにこれら一連の策については、これを人民元「国際化」と喧伝することもできようが、実態は資金調達手段である債券・債務証券或いは出資証券たる株式といった証券の市場流動性を確保すべく、その資金ソースを外資に依存すること以外ではない。つまり、中国が対外債務を負う方策であって、人民元の「国際通貨」化の道に通じるものではないことは明らかである³²⁾。

Bloomberg が近頃発表した記事によれば、中国の債務総額の対 GDP (約80兆元、約1370兆円) 比は、2008年の162%から2016年末には260%に達し、2021年には320%にまで膨れ上がると推計されている³³⁾。となれば、これら債務の繰り延べのために上海銀行間債券市場が対外開放され、国有企業の資金繰りのための上海 A 株市場が、ベンチャー企業の資金繰りのために深圳 A 株市場が香港と連結されと考えるべきであろう。加えて深圳を拠点とする ICT 企業 Tencent (騰訊) は、11月8日に香港交易所で83億3000万香港ドル (約1210億円) の IPO (新規株式発行) を行った³⁴⁾、本文に記した通り、大陸企業の米ドル建資金調達も旺盛である。香港交易所の役割は、大陸企業の米ドル建或いは香港ドル建 IPO 市場の性格を併せ持つようになっている。

このようにみれば、今や世界第二位の GDP を擁する中国の「債務主導型経済 (debt-driven economy)」のリスクは、人民元「国際化」の建前の下、今日世界のマネー・フローに拡散しつつあるといわねばならない。なぜなら、世界的低金利下、巨額の米ドル建資金を保有

しながら運用先を物色する欧米系銀行・金融機関は、金利上昇傾向にある中国に目を付け、その旺盛な資金需要に積極的に応じているからである³⁵⁾。そしてその限りでは、中国国内の債務繰り延べに手を貸していることになるのであって、ここに欧米—中国との「体制的協約 (systemic entente)」を認めることもできよう。或いは、2017年10月に開催された第19回共産党大会に際し、記者団のインタビューに答える中で人民銀行・周総裁が改めて懸念を示した「ミンスキー・モメント」が突発し³⁶⁾、中国発世界経済恐慌に転じるのであるのであろうか。今日世界中の関係者は北京—上海—香港の政策と現実に固唾を飲んで注視してところである。

〈注〉

- 1) 近年の SDR を巡る議論については、例えば拙稿「欧米における国際通貨制度改革論争について—複数基軸通貨制度と SDR 本位制への展望—」『現代社会研究科論集 (京都女子大学大学院)』9号、2015年を参照されたい。
- 2) MSCI は元来 Morgan Stanley Capital International の略称であったが、2008年アメリカ発世界金融危機を契機に Morgan Stanley との資本関係は切れ、ニューヨーク証券市場に上場する独立企業となった。
- 3) 6月12日時点で上場企業726社合計の株価時価総額は、約36.3兆元 (約726兆円) であった。その約4割の損失額として、約14.5兆元 (約290兆円) である。ちなみに、債務危機に陥ったギリシアの2016年名目 GDP は1945.59億ドル (21兆3900億円) で、2017年第Ⅱ四半期末の対外債務額は約3606億ドル (約55.7兆円) であった。上海株式市場大崩落の規模を知ることがで

- きよう（数字は、中国証券監督管理委員会、Eurostat 等より）。
- 4) 人民銀行は毎朝現地時間9時15分に同日の基準相場を発表する。人民元の市場相場は基準相場の±2%の範囲で変動が認められており、いわばバンド付きの変動相場制ともいえない。
 - 5) 'Here's What China Is Doing to Tighten Noose on Capital Flows', *Bloomberg*, Jan. 28, 2016, 'China, Fighting Money Exodus, Squeezes Business, Trying to slow capital outflow, Beijing makes life tougher for companies and investors', *Wall Street Journal*, Mach, 2016 を参照。
 - 6) 'China's Yuan Falls Sharply in Offshore Market', *Wall Street Journal*, Jan. 14, 2016 を参照。
 - 7) 'Offshore Bets Against Yuan Gain Momentum, Spread between onshore rate and more market-sensitive offshore rate grew to its widest level', *Wall Street Journal*, Jan. 6, 2016 を参照。
 - 8) 2015年8月の人民元為替相場切り下げ以降の人民元「国際化」及び香港オフショア金融資本市場への影響については、拙稿「中国・人民元「国際化」戦略とその現状と展望—中国人民大学・国際貨幣研究所の論説から—」『現代社会研究（京都女子大学）』12号、2018年3月も併せて参照されたい。
 - 9) 言語の壁そして体制・制度の壁によって、外部の研究者には容易には伺い知れない中国の金融の実態を欧米の金融経済の視点から明らかにしてくれた労作として、朱寧『剛性泡沫：中国経済為何進退兩難』中信出版集団、2016年（『中国バブルはなぜつぶれないのか』日本経済新聞社、2017年）がある。
 - 10) 'Three kinds of debt are the biggest problems in China, says economist', *CNBC*, Nov. 17, 2017 (<https://www.cnn.com/2017/11/02/three-kinds-of-debt-are-the-biggest-problems-in-china-says-economist.html>).
 - 11) 人民銀行はこの当時の認識を次のように記している。「2016年、米連銀の金利引き上げを受け、外貨買い上げが減少する等の影響のため、我が国銀行システムの流動性供給は大きく変動した。同時に、市場システムの一部におけるレバレッジ拡大、地方政府債の集中的発行、金融業における増値税（付加価値税—訳者）、取引所での転換社債発行資金の凍結等、依然として流動性供給の変化は大きく不安定であった。流動性供給の長期的変化と季節的特徴を結び付けるべく、人民銀行は7日物の売戻オペを主に使い、多様な政策手段・方策も組み合わせつつ、公開市場操作を活性化させてきた。併せて公開市場操作体制の完成を進めるべく、多くの売戻オペ期限をもって、「削峰填谷（上を削り下を埋め）」で流動性の混乱をもたらす内外の数多くの要因を均し、金融業における増値税実現に関する政策を推し進めたことで、銀行システムの流動性の土台を安定させ、マネー・マーケット金利の総体的安定化を促してきた。」（中国人民銀行『貨幣政策執行報告 2016年度第四季度』、10頁）
 - 12) 地方政府債の発行が許可された今日であっても、地方政府債金利は政府国債金利よりも低く抑えられている。こうした事情を許す背景にも中央政府の言外の債務保証があるというのが上記の朱である。特に第9章「すべての信用の源泉」を参照。
 - 13) 2015年10月15日、人民銀行は対顧客取引で先物ドル為替の買取引を行う場合、20%相当額のドル準備金の寄託を条件づけた（「關於加強遠期售匯宏觀審慎管理的通知」）。これにより、人民元下落による先物人民元売・ドル買のコストは引き上がった。尚、2017年9月11日、凡そ2年ぶりに当該規制は撤廃されることになった。
 - 14) 今日国有企業、特に地方国有企業が、フィンテック技術と共に中国全土に広がるオンライン型 Peer to Peer（以下、P2P）貸借企業の有力

出資者になっていると報じられている。「問題となった国有企業にあがっているのでは、北西部の山西省にある政府の原子力企業、航空産業や巨大エネルギー産業の遠い子会社である。これら企業は、オンライン型 P2P 企業の貸出プラットフォームに少ないところでも 20%、最大は 100% を出資している。『これは利便性の婚姻である』と金融サービス会社 China Smartpay 代表 Joe Zhang はいう。P2P 企業は手軽に信用を得るため、国有企業は、その多くが大変な状況であり、一時でも早い利益を狙っている。いくつかの企業は P2P ブームで大いに潤うことだろう。業種全体の貸出は 2014 年 1 月以来 30 倍以上となつて、1.1 兆円まで膨張している。だがこのどんちゃん騒ぎの行状は問題を残した。2015 年初め以降、平均して毎月 100 以上の P2P 企業が倒産している。それらの理由は経営の失敗であったり、とんでもない詐欺の犠牲であったりする。」‘The rash of bankruptcies hits Chinese lenders backed by state firms’, *The Economist*, Oct. 21, 2017.

15) ‘Why Xi Jinping Needn’t Worry About China’s Yield-Curve Inversion’, *Bloomberg*, Oct. 18, 2017.

16) 中国証券監督管理委員会（CSRC: China Securities Regulatory Commission）から認可を受けた海外の機関投資家が、中国国家外貨管理局（SAFE: State Administration of Foreign Exchange）の許可する投資限度枠内で外貨を人民元に両替し、人民元建の上海 A 株、深圳 A 株や債券等へ投資を行うことができる。当初は株式投資だけが対象であったが、2012 年 7 月銀行間債券市場にまで投資先が拡大された。

17) 同じく CSRC から認可を受けた中国国内の機関投資家が、SAFE の許可する投資限度額内で人民元を外貨に両替し、外貨建の海外上場株式へ投資が可能となった。国内に充満する過剰流動性を対外投資に向かわせる効果もあるが、香港資本市場に H 株やレッド・チップとして上

場している、或いはニューヨーク証券市場に上場している中国国有企業系株式の株価テコ入れ策としても効果を発揮してきた。本格運用は 2007 年 9 月より。

18) QFII と同じく、CSRC から認可を受けた海外の機関投資家が、SAFE の許可する投資限度枠内で香港市場を経由して人民元に両替し、上海や深圳市場の人民元建 A 株や債券等へ投資するという制度である。この場合、外貨と人民元との為替取引は香港為替市場で行われるから、人民元建貿易取引の決済勘定が置かれた香港所在商業銀行の人民元建預金残高を中国国内に「還流」させる措置ともいえる。

19) これを契機に、2012 年 7 月米ドル建の QFII も銀行間債券市場への投資が可能となった。

20) 海外の商業銀行が CFETS にアクセスするには、中国に現地法人を設立して CFETS 会員となるか、CFETS 会員銀行との間でコレス契約を結ぶかいずれかの方法がある。

21) 2017 年 3 月、銀行間債券市場に参入する外資系銀行・金融機関には、変動する人民元為替相場場のリスク管理手段として人民元建デリバティブ取引が認められた。取引は債券取引の実額を踏まえた‘実需’原則であり、決済は中国の銀行を通じて行われる。

22) 中国の縦割り行政において、中央国債登記決算有限公司は財政部、我が国の株式会社証券保管振替機構に相当する中国証券登記決算有限责任公司、証券決済機関であると同時に店頭デリバティブの集中清算機能の役割をも担っている上海清算所については人民銀行の影響が強いと指摘されている（みずほファイナンシャルグループ編著『中国国債取引の実務』きんぎ、2017 年、118～120 ページ参照）。

23) 「境外机构增持人民币债券幅度或维持高位 债券通效应不可小觑」『中国金融信息网』2017 年 10 月 25 日、「境外机构和个人持有境内人民币金融资产总量突破 4 万亿元」『中国金融信息网』

2017年11月2日、'Foreign Investors Ted-Hot for Short-Term Chinese Bank Debt', *Wall Street Journal*, Nov. 2, 2017. 譲渡性預金についてのみ記せば、中国の中規模クラスの銀行が発行する6カ月物譲渡性預金金利は4.6%、中国政府の6カ月物国債金利3.5%、同期間の米国債利回りは1.3%であった。人民元為替相場の安定化と相対的に高金利によって、人民元建借入手段に対する外資の関心が復活している。

24) 「債券通」の導入に際しては、「先北上、後南下」、「先機構投資者、後個人投資者」、「先場外、後場内」の「三先三後」方式が採用されている。すなわち、「香港から中国本土の債券市場へのアクセス（北行通）を先行し、中国本土から香港の債券市場へのアクセス（南向通）は後に実施」、「機関投資家を先行させ、個人投資家には後に開放」、「証券会社と機関投資家のOTC取引等の場外取引を先行させ、取引所内取引は後日実施」という方式である。要するに、中国バブル崩壊後、資金調達のために債券発行が急増する状況において、香港から中国大陸債券市場に資金を流し込むことを目的に、その際には機関投資家にマーケット・メーカーとしての役割を期待しつつも、債券市場に債券売買の影響が直接及ばないように、まずは取引所外取引の発展を期すという方法である（香港、騰祺控股 Tengard Holdings Limited 資料参照← <http://tc.tengard.com/staff-column/1939/>）。

25) 11月末、中国政府は総額65億元（約9.84億ドル）の人民元建国債（2年物国債40億元、5年物国債20億元、10年物国債5億元、各平均金利6.85%、3.99%、4.13%）を発行した（HKMA, 'Result of the tenders of RMB Sovereign Bonds held on 30 November 2017', Nov. 30, 2017）。こうした措置も、香港 CNH における人民元為替相場の安定化と四大国有商業銀行等の現地法人金融機関の米ドル準備を補填することになろう。

26) BIS, *Statistical release: BIS international banking*

statistics at end-June 2017, Oct. 2017, p. 4.

27) 'Foreign Bank Lending to China Hits Record High despite Debt Fears', *Financial Times*, Nov. 9, 2017 (<https://www.ft.com/content/64e14e70-c510-11e7-ald2-6786f39ef675>).

28) 'China Bond Rout Continues as 10 Year Yield Touches 4%', *WSJ*, Nov. 14, 2017 (<https://www.wsj.com/articles/chinese-bond-rout-continues-as-10-year-yield-touches-4-1510661738>). その後、11月半ばに海南集団の天津航空 Tianjin Airlines が金利7.6%で、12月になると同じ企業グループの祥鵬 Lucky Air が近年では最高金利の8.2%で各々期間270日の債券を発行している。親企業の海南集団の利払い費は今年半年間で二倍となり156億元（24億ドル）に達し、短期債務残高は手持現金高を上回る1852億元に上る（'HNA's Units Are on a Borrowing Spree, Swallowing High Rates', *Bloomberg*, Dec. 4, 2017）。

29) もっとも、新発債券の僅かに3%がアジア地域外からの投資資金ということである 'China Throws Lifeline to Builders Facing Record Wall of Debt', *Bloomberg*, Nov. 15, 2017 (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-11-21/china-is-stepping-up-the-fight-against-its-mountain-of-debt>). 'Just 3% of Giant China Dollar Bond Was Bought by Non-Asians', *Bloomberg*, Sept. 27, 2017 (<https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-11-17/social-mobility-in-a-dockless-driverless-age>). となれば、例えば四大国有商業銀行等中国の企業の香港現地法人が一方でドル建債券を発行し、調達した資金をこうした大陸内企業の新発債券に投じることもできよう。

30) 'China sells first dollar bond in more than a decade', *FT*, Oct. 26, 2017 (<https://www.ft.com/content/alad3848-ba05-11e7-8c12-5661783e5589>).

31) 'Banks Expect Asia Bond Issuance to Surge Past \$200 Billion', *Bloomberg*, May 10, 2017 (<https://www.bloombergquint.com/business/2017/05/09/>

banks-expect-asia-bond-issuance-to-surge-past-200-billion). '中国房地产开发商重返离岸债市', *FT* 中文网, 2017月16号。ちなみに、市場売却のための窓口役としての銀行は、HSBC、スタンダード・チャータード銀行、ドイチュ・バンク、Citi バンク、中国国際金融 (China International Capital Corp.)、中国工商銀行、中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀行である。

- 32) ここには一国の国民通貨が「国際通貨」に転じるにあたっての、極めて重大な歴史的理論的な問題が存在している。現代の「米ドル本位制」において、アメリカが自国通貨たる米ドルをもって「負債決済」が可能であるからといって、中国が勢い人民元建負債証券を発行することで、「国際通貨」の機能規定の一つである準備通貨としての役割を人民元が担うことになる訳ではない。そもそも今日の「米ドル本位制」とは、第二次大戦後の国際通貨システムの歴史的段階的な展開があつての現実であることを忘れてはならないであろう。
- 33) 'China's Debt Battle Has Global Growth at Stake', *Bloomberg*, Oct. 30, 2017 (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-11-22/china-s-next-monetary-chief-will-face-to-do-list-topped-by-debt>).
- 34) Tancent の IPO の売り出し値が高騰したことから、11月後半香港・恒生株価指数は遂に30000を超えた。
- 35) 格付け会社 Fitch の元アナリストで中国の金融債務分析で一躍世界にその名を馳せるようになった Charlene Chu によれば、中国の負債は2016年末の196.8兆元から2017年末には223兆元(33兆ドル)で、地方債やオフバランス取引を除いた銀行の不良債権額は38兆元、貸出残高の25%—政府公表値1.74%—に上るという('China Needs to Act on \$33 Trillion of Credit, Analyst Chu Says', *Bloomberg*, Aug. 2, 2017)。
- 36) 'Zhou Warns China Should Defend Against Threat of 'Minsky Moment'', *Bloomberg*, Oc. 19, 2017.

On the recent development of financial markets in Shanghai-and Hong Kong after the devaluation of Chinese RMB of Aug. 2015

TORITANI Kazuo

〈Abstract〉

Chinese dream for internationalization of Renminbi, initiating from June 2009, has seemed facing difficulties since the devaluation of Renminbi of Aug. 2017. This paper will focus on the recent development of financial and exchange markets of both Hong Kong and Shanghai since the devaluation. The paper will be divided into two parts. The first part is to examine influence of the devaluation on internationalization of Renminbi, centered in Hong Kong financial market, and consider a set of stabilization policies taken by People's Bank of China in financial and foreign exchange markets in Shanghai. The second is to analyze new policy for opening up financial and capital market in Shanghai and for introducing foreign capital via Hong Kong. Due to consecutive policies for boosting economy, ailing state-owned enterprises, property bubble and huge unregulated money flocking within China, it has accumulated almost three times as much debt as its GDP. To finance its mounting debt, China is finding a new way out of its difficulties in Hong Kong, and approaching to new overseas financial resource beyond it. Internationalization of Renminbi, is it a conduit for China to appear as net debtor country in international market?

Keywords : Chinese economy, Internationalization of Renminbi, Shanghai Financial Market, Hong Kong Financial Market, Shanghai-Hong Kong Connect, Shenzhen-Hong Kong Connect, Bond Connect

